

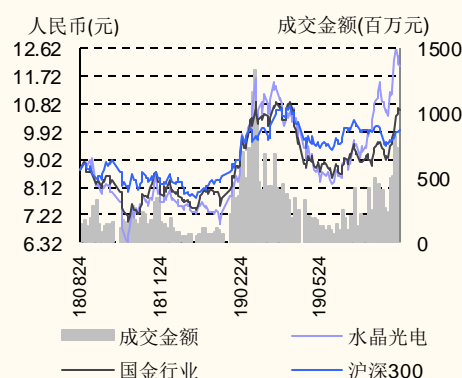
水晶光电 (002273.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 12.06 元
目标价格 (人民币): 14.85-14.85 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,079.06
总市值(百万元)	13,527.46
年内股价最高最低(元)	12.62/10.41
沪深 300 指数	3820.86
中小板综	8832.63



受益 3D Sensing 以及后置三摄普及，半年业绩略超预期

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.510	0.533	0.372	0.495	0.596
每股净资产(元)	5.24	4.50	4.83	5.27	5.85
每股经营性现金流(元)	0.54	0.52	0.56	0.77	1.03
市盈率(倍)	46.26	17.94	32.44	24.39	20.24
净利润增长率(%)	33.50%	35.79%	-9.32%	33.04%	20.46%
净资产收益率(%)	9.73%	11.85%	10.01%	12.19%	13.24%
总股本(百万股)	664.10	862.82	1,121.68	1,121.68	1,121.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月23日, 公司发布上半年经营业绩。2019H1, 公司实现营收 11.47 亿元, 同比增长 26.99%; 实现归母净利润 1.59 亿元, 同比下滑 37.91%; 实现扣非归母净利润 1.40 亿元, 同比增长 31.32%。

经营分析

- 生物识别产品放量, 公司逆势高成长:** 2019H1, 虽然大客户智能手机销量不佳, 但是搭载前置 3D 结构光的机型数量从 2018H1 的一款提升至四款, 公司窄带滤光片等零部件出货量持续增长。同时, 安卓机屏下指纹放量, 带动公司指纹识别模组中的蓝玻璃滤光片放量。公司上半年生物识别产品实现营收 1.51 亿元, 同比增长 69.42%, 预计随着下半年更多机型采用 3D 摄像头和屏下指纹, 以及公司在 3D sensing 中料号的增加, 公司生物识别产品的营收将保持高增长, 高毛利率生物识别产品也将改善公司整体毛利率。
- 三/四摄推动红外滤光片稳健成长:** 2019H1, 安卓厂商普遍在旗舰机型上采用后置三/四摄方案, 大客户将在下半年三款机型中的两款采用三摄方案, 一款采用双摄方案, 预计 2020 年智能手机旗舰机会开始采用四摄方案, 且三摄会下沉至 2000 元机型, 因此公司红外滤光片业务仍将保持 15% 以上的增速稳健成长。
- LED 衬底短期承压、反光材料稳健、AR 产品长期看好:** 2019H1, 公司 LED 业务实现营收 6713 万, 同比增长 5.85%, 但是毛利率为 -11.02%, 显著拉低公司整体毛利率水平, 我们认为短期内下游 LED 芯片需求萎靡, 产能过剩, 公司 LED 衬底业务仍有压力; 反光材料业务同比增长 7.43%, 保持稳健增长趋势; 新兴显示 (AR 产品) 同比增长 1.61%, 短期业绩贡献有限, 但是长期看好这一业务的成长性。

盈利预测与投资建议

- 预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 4.17 (与上次预测相比下调 15.1%, 主要是下调了本年投资收益)、5.55 (下调 1.2%)、6.68 亿元, 对应 PE 分别为 32.4x, 24.4x, 20.2x, 给予公司 30x 合理估值, 对应目标价 14.85 元, 维持买入评级。

风险提示

- 中美贸易战加剧的风险; 3D 摄像头渗透率不及预期的风险; 行业竞争加剧的风险; 12 月份有 363.35 万股限售股解禁。

相关报告

- 《新品拉动三季度业绩高增长-《2018-10-25 公司点评》》, 2018.10.25
- 《摄护现在, 感知未来-《2018-09-05 公司深度研究》》, 2018.9.6

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

鲁洋洋 联系人
luyangyang@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,680	2,146	2,326	3,101	3,848	4,634	货币资金	445	1,165	1,275	1,039	1,112	1,399
增长率		27.7%	8.4%	33.3%	24.1%	20.4%	应收账款	580	653	710	872	1,082	1,303
主营业务成本	-1,150	-1,488	-1,678	-2,247	-2,770	-3,336	存货	189	247	301	328	405	488
%销售收入	68.4%	69.3%	72.2%	72.5%	72.0%	72.0%	其他流动资产	447	567	411	526	535	536
毛利	531	658	647	854	1,078	1,299	流动资产	1,662	2,631	2,697	2,766	3,134	3,726
%销售收入	31.6%	30.7%	27.8%	27.5%	28.0%	28.0%	%总资产	48.8%	51.0%	47.5%	45.1%	46.7%	49.9%
营业税金及附加	-19	-13	-15	-18	-22	-26	长期投资	252	469	581	642	691	741
%销售收入	1.1%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	1,127	1,703	2,067	2,296	2,456	2,571
营业费用	-29	-30	-37	-40	-46	-51	%总资产	33.1%	33.0%	36.4%	37.4%	36.6%	34.4%
%销售收入	1.7%	1.4%	1.6%	1.3%	1.2%	1.1%	无形资产	314	310	318	395	400	406
管理费用	-235	-268	-319	-357	-423	-501	非流动资产	1,742	2,523	2,978	3,366	3,576	3,742
%销售收入	14.0%	12.5%	13.7%	11.5%	11.0%	10.8%	%总资产	51.2%	49.0%	52.5%	54.9%	53.3%	50.1%
息税前利润 (EBIT)	247	347	277	439	587	721	资产总计	3,404	5,154	5,675	6,132	6,710	7,468
%销售收入	14.7%	16.2%	11.9%	14.2%	15.2%	15.5%	短期借款	0	5	25	0	0	0
财务费用	16	-12	-14	-17	-19	-21	应付款项	339	537	492	682	851	1,005
%销售收入	-0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	其他流动负债	86	62	70	93	115	216
资产减值损失	-19	-6	-11	-10	-2	-3	流动负债	425	604	587	775	965	1,221
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	38	70	267	60	60	60	其他长期负债	47	1,002	1,085	1,060	1,057	1,055
%税前利润	12.8%	17.6%	50.5%	12.3%	9.3%	7.7%	负债	472	1,606	1,673	1,835	2,023	2,276
营业利润	282	398	535	472	625	757	普通股股东权益	2,898	3,480	3,880	4,168	4,550	5,045
营业利润率	16.8%	18.6%	23.0%	15.2%	16.2%	16.3%	少数股东权益	35	69	123	130	138	147
营业外收支	15	1	-7	15	20	20	负债股东权益合计	3,404	5,154	5,675	6,132	6,710	7,468
税前利润	298	399	528	487	645	777	比率分析						
利润率	17.7%	18.6%	22.7%	15.7%	16.8%	16.8%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-39	-54	-58	-63	-83	-100	每股指标						
所得税率	13.3%	13.5%	10.9%	12.9%	12.8%	12.9%	每股收益	0.383	0.510	0.533	0.372	0.495	0.596
净利润	258	345	471	424	563	677	每股净资产	4.371	5.240	4.497	4.830	5.273	5.848
少数股东损益	5	7	11	7	8	9	每股经营现金净流	0.476	0.540	0.519	0.564	0.771	1.025
归属于母公司的净利润	254	339	460	417	555	668	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.150	0.200	0.200
净利率	15.1%	15.8%	19.8%	13.4%	14.4%	14.4%	回报率						
							净资产收益率	8.75%	9.73%	11.85%	10.01%	12.19%	13.24%
							总资产收益率	7.45%	6.31%	8.10%	6.80%	8.27%	8.95%
							投入资本收益率	7.32%	6.65%	4.88%	7.21%	8.98%	10.13%
							增长率						
							主营业务收入增长率	42.20%	27.71%	8.39%	33.32%	24.11%	20.43%
							EBIT增长率	59.76%	40.29%	-20.23%	58.51%	33.63%	22.86%
							净利润增长率	70.05%	33.50%	35.79%	-9.32%	33.04%	20.46%
							总资产增长率	10.31%	57.56%	5.81%	8.05%	9.43%	11.29%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	90.6	82.9	84.4	80.0	80.0	80.0
							存货周转天数	59.1	53.5	59.6	55.0	55.0	55.0
							应付账款周转天数	70.0	72.0	77.6	75.0	75.0	75.0
							固定资产周转天数	162.6	229.9	253.8	211.3	183.6	159.9
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-15.19%	-5.66%	-6.03%	-0.70%	-2.19%	-7.51%
							EBIT利息保障倍数	-15.8	27.8	19.2	25.5	31.1	34.4
							资产负债率	13.87%	29.94%	29.47%	29.92%	30.14%	30.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	2	10
增持	0	1	1	1	6
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.33	1.33	1.33	1.75

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-09-06	买入	11.47	15.13~15.13
2	2018-10-25	买入	9.40	15.13~15.13

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH